65. Gestão de investimentos em fundos de pensão

Sebastião Bergamini Junior [1]

Este artigo aborda a gestão de investimentos, contemplando as características do funcionamento do mercado financeiro e dos produtos financeiros nele ofertados; os atributos dos gestores; e opina sobre uma gestão de investimentos adaptada às singularidades dos fundos de pensão.

Mercado e produtos financeiros

Há quarenta anos o mercado financeiro era muito mais simples. Na renda variável se vivenciava um recorrente debate entre fundamentalistas e grafistas: os primeiros buscando identificar oportunidades de investimentos com base em variáveis macroeconômicas, na evolução dos diferentes setores da economia e no desempenho financeiro das empresas, enquanto que os grafistas tentavam identificar tendências à partir da análise da evolução passada nos preços das ações, buscando pontos de suporte e de inflexão em sua valorização. Note que o mundo financeiro sempre teve regras diferentes do mundo econômico. Há noventa anos o economista Michael Kalecki já ressaltava que, no nível macro, a poupança é igual ao investimento, portanto, o que o público considera como poupança têm sua adequada denominação como sendo "poupança financeira" e o "investimento real", representado por ativos físicos, difere do "investimento financeiro", que pode não ter impacto na economia real. Na época subsistia a crença de que o mercado financeiro existia e se legitimava ao viabilizar e instrumentalizar a alocação de capital, sempre buscando efeitos sinérgicos na economia real. O mundo está bem mais complexo, com o mercado ofertando produtos que não se imaginava no passado. O atual mercado mundial de instrumentos derivativos é vinte vezes maior do que o PIB global, ou seja, para um PIB de US$ 85 trilhões existe cerca de US$ 1,7 quatrilhões em derivativos. Os efeitos multiplicadores destes novos produtos financeiros na economia real são preocupantes, pois o mercado financeiro passou a ter um elevadíssimo poder de afetá-la negativamente, como foi observado na crise de 2008, que ocorreu em razão dos derivativos associados às hipotecas *subprime.* Tal preocupação vem se traduzindo pelo posicionamento de alguns especialistas sugerindo maior regulação da indústria, de modo a obter plena subordinação funcional do mercado financeiro às políticas macroeconômicas, na medida em que estas tentam otimizar o funcionamento da economia real.

Fundamentos dos mercados eficientes

A teoria da racionalidade dos mercados, proposta originalmente por Marshall, foi atualizada pelo economista Eugene Fama (Nobel de Economia de 2013), se complementando com as propostas de Robert Shiller (também ganhador do Prêmio Nobel de Economia de 2013), derivadas dos resultados das finanças comportamentais. Segundo Fama, a trajetória dos preços das ações é aleatória e reflete toda a informação disponível, portanto os mercados são eficientes dentro de períodos determinados (dia a dia ou mês a mês), na medida em que incorporam informações mais recentes, de maneira rápida e integrada, gerando preços exatos para os ativos. Levada ao limite, as ideias de Fama indicam que possíveis instrumentos de análise para identificar preços de ações distorcidos seriam inúteis. Portanto inexistiriam oportunidades de arbitragem, o que reforça a lógica do estilo de gestão passiva e valoriza estratégias baseadas na adesão a produtos atrelados a índices de mercado. De forma indireta, esta ideia também implica em rejeitar a possibilidade de ocorrência de "bolhas" nos mercados financeiros. Fama admitiu a existência de algum grau de ineficiência dos mercados, mas defendeu a ideia de eficiência dos mercados no longo prazo. Na condição de partidário das finanças comportamentais, matéria desenvolvida inicialmente por Kahneman, Shiller propõe abordagem holística que leva em conta a contribuição de outros ramos do conhecimento, como o Direito, a Sociologia, a História e a Psicologia. Com base em sua análise da evolução dos preços dos ativos no longo prazo, Shiller que concluiu que estes preços eram voláteis demais para serem justificados por dados fundamentalistas como os

---

[1] Aposentado do BNDES, certificado pela ANBIMA e pelo ICSS. As opiniões emitidas são de responsabilidade do autor e não representam a posição da Associação de Empregados, Empregados-Aposentados e Participantes da FAPES – APA.

dividendos, sendo mais afetado por razões de outra ordem, como a aversão dos investidores a perdas e suas atitudes com relação a decisões de risco e a tolerância a perdas. Observou que a maioria dos investidores se fia em regras de bolso ou segue o comportamento de outros investidores, em vez de fazer cálculos precisos de custos e benefícios. Shiller defende a tese de que os investidores tem racionalidade limitada e tomam decisões mais facilmente explicadas pela psicologia do que por critérios racionais. Concluiu que as bolhas especulativas são epidemias sociais que ocorrem quando as pessoas se entusiasmam tanto com determinado tipo de investimento que contagiam outras, levando os preços a patamares irreais. Shiller previu duas "bolhas" nos EUA: a das empresas pontocom em 2000, objeto do seu livro "Exuberância irracional", e a decorrente da crise das hipotecas *subprime*. As duas previsões partiram da análise da relação Preço/Lucro que estavam muito acima do histórico, indicando o descolamento das cotações dos ativos com relação ao seu valor justo.

Atributos dos gestores

Em seu instigante livro "Esquisitologia: a estranha psicologia da vida cotidiana", o psicólogo Richard Wiseman relata experimento conduzido em 2001 pela Associação Britânica pelo Progresso da Ciência (BAAS). Neste experimento se mediu, de forma comparativa, o desempenho na gestão de investimentos de um analista financeiro experiente, uma astróloga financeira profissional (sim, isto existe!) e uma garota de quatro anos. Ao final de um ano o analista teve prejuízo de 46,2%, a astróloga perdeu 6,2% e a menina conseguiu um lucro de 5,8%. Desconsiderando os resultados de experimentos pouco ortodoxos, os especialistas convergem para três atributos desejáveis para gestores de investimentos: técnica, experiência e sorte. Traduzindo cada fator: técnica é o conhecimento dos produtos e de sua fundamentação econômica; experiência é o conhecimento acumulado adquirido sobre as práticas vigentes nos meandros do mercado financeiro; e sorte é a boa estrela de estar no local e no momento certos para aproveitar as oportunidades que se apresentam. Note que estes atributos são desejáveis independentemente do ceticismo popular fundado na assimetria informacional, na existência de conluios entre alguns participantes do mercado e em mudanças obscuras nas práticas regulatórias, tornando certas atividades mais restritivas ou mais lenientes por conta de interesses individuais específicos. De qualquer forma, na gestão de investimentos não se deve contar com desempenhos superiores recorrentes, pois os fatos indicam que a arte de ganhar dinheiro está mais associada à sorte do que ao domínio técnico. Portanto, os investidores devem manter um alto grau de ceticismo, se forçando a lembrar de duas restrições para uma boa gestão: os efeitos danosos provocados por operadores inescrupulosos, como Bernard Madoff, o Mago das Finanças que esteve no panteão dos gênios financeiros por décadas; e a existência difundida entre gestores de investimentos do efeito Dunning-Kruger de superioridade ilusória.

Gestão em fundos de pensão

As singularidades dos fundos de pensão devem ser consideradas nas atividades e na gestão de investimentos. O gestor de um fundo de pensão opera com uma carteira de muito longo prazo, exigindo ampla diversificação na alocação entre as diferentes classes de ativos. O reconhecimento de que existem ciclos de valorização e desvalorização dos ativos recomenda a manutenção de um alto nível de liquidez, de forma a poder aproveitar os momentos de baixa do mercado. Nesta linha, não faz sentido abrir mão da liquidez e delegar a gestores externos a administração de recursos alocados em fundos por um longo período de tempo. Portanto, possíveis transações por meio de fundos com prazo de permanência alongado, de fundos de *private equite* ou de transações com certificados de operações estruturadas – COE são contraindicados por reduzir a liquidez da carteira e dificultar o aproveitamento de oportunidades cíclicas. Além disso, o custo da gestão terceirizada, baseada na cobrança padrão de 2% de taxa de administração mais 20% de taxa de performance acima de um determinado patamar, oneram significativamente os resultados. Este ônus é claramente perceptível em ciclos como o atual, nos quais as taxas de rendimentos dos ativos estão apresentando declínio estrutural.

(*) Publicado na Coluna Previdenciária - jornal APAlavra nº 228, Ano XIX, de 18.12.2020.